Les finances des États balkaniques et les bourses européennes, par Raphaël-Georges Lévy,

# REVUE
DES
# DEUX MONDES

*FRANÇOIS BULOZ, FONDATEUR*

LXXXII^e ANNÉE. — SIXIÈME PÉRIODE

TOME DOUZIÈME

3^me LIVRAISON

1^er DÉCEMBRE 1912

PARIS

15, rue de l'Université, 15

LONDRES, BAILLIÈRE, TINDALL & COX, 8, Henrietta str., A. G. BERRY, 212 Shaftesbury Av.
DULAU & C^o, 37, Soho sq., HACHETTE & C^o, 18, King William-str.
NILSSON & C^o, 16-18, Wardourstr., P. ROLANDI, 20, Berners-str., SIEGLE & C^o, 129, Leadenhall Str.
SAINT-PÉTERSBOURG, SOCIÉTÉ M. O. WOLFF, ZINSERLING, K. L. RICKER, VIOLLET.
MOSCOU, TASTEVIN, WOLFF. ODESSA, ROUSSEAU.
VARSOVIE, GEBETHNER ET WOLFF, VIOLLET.
BRUXELLES, RAMLOT, J. LEBÈGUE ET C^ie. LIÉGE, J. BELLENS.
LA HAYE, BELINFANTE FRÈRES. ROME, BOCCA, LOESCHER.
TURIN, BOCCA, CASANOVA. MILAN, BOCCA. FLORENCE, VIEUSSEUX.
BERLIN, ASHER.
LEIPZIG, BROCKHAUS, PEHRSSON, A. TWIETMEYER, LE SOUDIER, MAX RÜBE.
VIENNE, BROCKHAUS, G. FRICK, GEROLD ET C^ie, BRAUMÜLLER. BUCAREST, SOCEC & C^ie.
STOCKHOLM, C. FRITZE. GENÈVE, PH. DÜRR.
MADRID, E. DOSSAT. BARCELONE, VERDAGUER. LISBONNE, RODRIGUES.
BUENOS-AYRES, C. M. JOLY Y C^ia.
NEW-YORK, W. JENKINS, BRENTANO, STECHERT, THE INTERNATIONAL NEWS C^o.
BOSTON, THE NEW ENGLAND NEWS C^o. MONTRÉAL, GRANGER.

## LIVRAISON DU 1er DÉCEMBRE 1912

Pages.

I. — LES SABLES MOUVANS, DERNIÈRE PARTIE, par **Colette Yver.** 481

II. — AU COUCHANT DE LA MONARCHIE. — L'APOGÉE DE NECKER. — LES PREMIERS ASSAUTS CONTRE LUI, par **M. le marquis de Ségur,** de l'Académie française. 525

III. — LES FINANCES DES ÉTATS BALKANIQUES ET LES BOURSES EUROPÉENNES, par **M. Raphaël-Georges Lévy.** 559

IV. — L'ÉVOLUTION POÉTIQUE DE PAUL VERLAINE. — A PROPOS D'UN MANUSCRIT DU POÈTE, par **M. Ernest Dupuy.** 595

V. — FRANCE ET ESPAGNE (1902-1912), par **M. André Tardieu.** 633

VI. — POÉSIES. — LE CHANT DU MOGHREB, par **M. Alfred Droin.** 663

VII. — REVUE MUSICALE. — *LA DANSEUSE DE POMPÉI*, A L'OPÉRA-COMIQUE ;— *LES BACCHANTES*, AU THÉATRE DE L'OPÉRA, par **M. Camille Bellaigue.** 673

VIII. — REVUE LITTÉRAIRE. — LE TESTAMENT D'UNE ÉPOQUE FRANÇAISE, par **M. André Beaunier.** 685

IX. — REVUE SCIENTIFIQUE. — L'HEURE NOUVELLE, par **M. Charles Nordmann.** 697

X. — CHRONIQUE DE LA QUINZAINE, HISTOIRE POLITIQUE, par **M. Francis Charmes,** de l'Académie française. 709

XI. — BULLETIN BIBLIOGRAPHIQUE.

**TABLES DE LA REVUE DES DEUX MONDES**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Années | 1831 à 1874 : | France | 5 fr. | Étranger | 5 fr. 50 |
| — | 1874 à 1886 : | — | 2 fr. 50 | — | 2 fr. 75 |
| — | 1886 à 1893 : | — | 2 fr. 50 | — | 2 fr. 75 |
| — | 1893 à 1901 : | — | 2 fr. 50 | — | 2 fr. 75 |
| — | 1901 à 1911 : | — | 2 fr. 50 | — | 2 fr. 75 |

*Toute traduction ou reproduction des travaux de la*
REVUE DES DEUX MONDES
*est interdite dans les publications périodiques de la France et de l'Étranger*
*y compris la Suède, la Norvège et la Hollande*

# LES FINANCES DES ÉTATS BALKANIQUES

ET

# LES BOURSES EUROPÉENNES

Lorsque nous écrivions ici même, il y a peu de mois, un article sur *la Force financière des États* (1), nous ne pensions pas qu'à si brève échéance une guerre éclaterait, à l'occasion de laquelle il conviendrait d'examiner la puissance des belligérans, non seulement au point de vue militaire, mais au point de vue économique. Il est d'autant plus nécessaire de le faire aujourd'hui que la France a été le principal bailleur de fonds des peuples engagés dans cette lutte sanglante et que la majeure partie des fonds turcs, bulgares, serbes et grecs se trouvent dans le portefeuille de nos capitalistes. Le Montenegro lui-même a tenu à affirmer son avènement parmi les nations modernes en émettant un emprunt 5 pour 100, qui figure à la cote du *Stock Exchange* de Londres. Nous examinerons successivement la situation des empires ou royaumes dont les destinées se sont jouées dans la plaine de Thrace, les montagnes de Thessalie et les vallées macédoniennes qui descendent vers Salonique et la mer Égée. Afin de préciser les idées, nous inscrirons en tête de notre étude quelques données statistiques qui lui serviront de préambule : voici la superficie, la population, la longueur des voies ferrées, les chiffres du budget, de la dette et

(1) Voyez la *Revue* du 1er mai 1912.

du commerce extérieur des cinq belligérans et de la Roumanie, leur voisine :

| | Superficie (milliers de kmq.). | Population (milliers d'habitans). | Kilomètres de chemins de fer. | Budget (millions de francs.) | Dette (millions de francs). | Commerce extérieur (millions de francs). |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Bulgarie. . . | 96 | 4380 | 1780 | 178 | 638 | 306 |
| Grèce. . . . | 64 | 2728 | 1580 | 188 | 853 | 295 |
| Serbie. . . . | 48 | 2936 | 795 | 120 | 679 | 183 |
| Montenegro. | 9 | 250 | 18 | 3 | 6 | 9 |
| Turquie. . . | 937 | 24000 | 5700 | 800 | 3000 | 1020 |
| Roumanie. . | 131 | 7000 | 3400 | 505 | 1570 | 1026 |

## I. — TURQUIE

En face de ceux que la haine de l'ennemi commun a momentanément unis dans une alliance qu'il n'eût pas été aisé de prédire il y a vingt-sept ans, quand les troupes de celui qui était alors le prince de Bulgarie écrasaient les Serbes à Slivnitza, se présente le vieil Empire ottoman. Il y a plus de quatre siècles et demi que le Commandeur des croyans franchit le Bosphore, prit Constantinople et s'étendit sur une partie de l'Europe, allant jusqu'à menacer Vienne en 1529 et en 1683. L'Islam recommençait, à l'Est de notre continent, une tentative de conquête qui, huit siècles auparavant, avait été arrêtée à l'Ouest par Charles-Martel dans les plaines de Poitiers, en l'an 732. La fin du XVII^e siècle marque le point culminant de la domination des Turcs. A partir de ce moment, ils reculent peu à peu, et ce qu'on peut appeler leur colonisation va sans cesse en diminuant. Le démembrement, très lent d'abord, a pris, depuis cinquante ans, une allure extrêmement rapide : il leur a arraché successivement les Principautés danubiennes, dont l'émancipation fut en grande partie l'œuvre de la France, et qui forment le royaume de Roumanie ; la Serbie, qui, une fois son indépendance reconnue par le traité de Berlin de 1878, n'a pas tardé à s'ériger en royaume ; la Bulgarie, constituée « en principauté autonome et tributaire sous la suzeraineté du Sultan » par le même traité, augmentée depuis de la Roumélie Orientale : elle a proclamé en 1908 son indépendance, avec le tsar Ferdinand à sa tête. En 1881, l'Angleterre a pris définitivement pied en Égypte; le pachalik, déjà à moitié indépendant de Constantinople sous le règne des khédives, n'est plus rattaché que nominalement à la

Sublime-Porte depuis que les habits rouges y tiennent garnison et que les proconsuls britanniques sont installés au Caire. En 1897, la guerre éclate entre la Turquie et la Grèce; après une courte campagne, celle-ci est battue, mais elle n'en obtient pas moins une partie de la Thessalie que le vainqueur, sous la pression de l'Europe, lui cède. La Crète reçoit une autonomie presque complète et sera annexée à la Grèce à la suite de la guerre actuelle.

Le traité de Berlin reconnaissait à l'Autriche-Hongrie le droit d'occuper les provinces de Bosnie et d'Herzégovine et de tenir garnison dans le sandjak de Novi-Bazar. En 1908, l'Empire des Habsbourg s'est annexé les deux provinces, mais a retiré ses troupes du sandjak. En 1911, l'Italie déclare la guerre à la Porte et, après un an de lutte, le traité de Lausanne lui reconnaît la possession de la Tripolitaine et de la Cyrénaïque. Le souverain qui règne à Constantinople n'exerce donc plus son autorité temporelle que sur une bande de territoire de plus en plus resserrée en Europe. Assisterons-nous, au xx^e siècle, à l'expulsion complète des sultans, qui repasseraient le Bosphore et ne conserveraient plus que l'Asie Mineure et l'Arabie? Un avenir prochain nous l'apprendra. En attendant, nous examinerons les conditions économiques et financières de cet Empire, dont les destinées ont depuis si longtemps occupé les nations européennes et qui, bien malgré lui, a allumé, depuis un demi-siècle, des guerres sanglantes, dans lesquelles il n'a jamais été l'agresseur, et dont l'issue, alors même qu'il était vainqueur, a toujours été une diminution de son territoire.

Nous avons ici même (1) écrit l'histoire des finances turques. Nous nous permettons de renvoyer nos lecteurs à cet article, et nous bornerons à parler de la situation actuelle, dans la mesure où les documens publiés permettent de l'établir. Cette étude a une importance double : d'une part, elle nous renseigne sur les ressources propres de l'Empire et sur les moyens dont il dispose pour faire face aux dépenses de guerre. En second lieu, elle nous éclaire sur ce qu'on appelle le crédit de la Turquie, c'est-à-dire la possibilité pour elle de s'adresser avec succès au public, de placer des emprunts. Une campagne qui mobilise des centaines de milliers de combattans implique des dépenses con-

(1) *Les Finances ottomanes*, par Raphaël-Georges Lévy, dans la livraison du 12 février 1910.

sidérables, tant pour la solde des troupes que leur nourriture, le ravitaillement en fourrages et en munitions, dont les armes modernes font une consommation énorme. Il faut, au cours de la lutte, alimenter sans relâche le Trésor, d'autant plus qu'en général une partie plus ou moins grande des approvisionnemens est tirée du dehors et que si, à l'intérieur des frontières, un gouvernement peut procéder par voie de réquisition, il doit payer comptant ce qu'il commande aux fournisseurs étrangers. Dès lors, il est nécessaire d'émettre des rentes, pour la souscription desquelles le concours des autres places est indispensable. C'est ainsi que la Turquie a, depuis longtemps, dû y faire appel. Il n'est qu'un tout petit nombre de nations qui soient assez riches pour trouver, chez elles, les sommes dont elles ont besoin pour subvenir à des dépenses extraordinaires. A peine pourrait-on citer, de nos jours, la France, l'Angleterre, les États-Unis et, jusqu'à un certain point, l'Allemagne comme capables de « financer » une grande guerre sans le concours d'autrui. Et encore a-t-on vu la France, en 1870, émettre l'emprunt Morgan sur le marché de Londres, et les États-Unis, de 1861 à 1865, vendre à jet continu des obligations fédérales sur les marchés européens : il est vrai qu'à cette époque, la puissance financière de l'Amérique du Nord était peu de chose en comparaison de ce qu'elle est aujourd'hui. L'Italie a, pendant une année, conduit les opérations en Tripolitaine et dans la Méditerranée sans émettre aucun titre sur les places étrangères : mais, aujourd'hui, pour liquider les dépenses de la campagne, elle va, dit-on, emprunter 600 millions. Grâce au cours qu'a conservé sa rente, qui est cotée à un prix plus élevé qu'aucun autre fonds d'État européen, à l'exception du nôtre, elle obtiendra sans doute cette somme à des conditions favorables.

Il y a un peu plus d'un demi-siècle que la Turquie a commencé à emprunter au dehors. Elle le fit au moment de la guerre de Crimée, durant laquelle ses troupes combattirent aux côtés des armées française et anglaise. Ses deux alliées garantirent ses obligations, gagées spécialement par le tribut égyptien, et leur assurèrent de la sorte un placement aisé, à un cours favorable. Il n'en fut pas toujours de même pour ses émissions postérieures, qui, au cours des vingt années suivantes, inondèrent les marchés occidentaux et formèrent bientôt un total de plusieurs milliards. La Turquie succombait sous le poids de cette

dette ; en 1876, elle suspendit ses paiemens. Cinq ans après, des arrangemens intervenaient entre elle et ses créanciers. Le célèbre décret de *Mouharrem* organisa le Conseil d'Administration de la dette publique, dans lequel siègent des représentans des principales puissances, et qui n'a pas cessé d'être la pierre angulaires des finances turques. Tous les titres des anciennes émissions furent convertis en une dette nouvelle, dont le taux d'intérêt pouvait varier jusqu'à concurrence d'un maximum de 4 pour 100, et qui était divisée en quatre séries A, B, C et D. La différence des séries résidait dans la durée de l'amortissement, beaucoup plus rapide pour les unes que pour les autres. L'iradé assignait aux porteurs de la Dette un certain nombre de revenus devant être gérés par le Conseil et destinés exclusivement au service des intérêts et de l'amortissement. Grâce à ce dernier, la série A avait disparu en une vingtaine d'années ; profitant de cette circonstance, la Turquie conclut en 1903 un arrangement avec les propriétaires des trois autres séries, en vertu duquel ceux-ci échangèrent leurs titres, dans des proportions déterminées, contre ceux d'une nouvelle dette unifiée rapportant intérêt au taux effectif de 4 pour 100. L'une des clauses les plus sages de cet arrangement abandonnait au Trésor les trois quarts des revenus encaissés par le Conseil, après qu'il a été payé 4 pour 100 à l'ensemble des obligations. Désormais le Trésor a donc une raison directe et immédiate d'aider l'Administration de la Dette à encaisser des recettes aussi élevées que possible. En même temps, l'amortissement fonctionne et réduit chaque année le capital du 4 pour 100 unifié.

En dehors de cette charge, la Turquie porte celle d'un certain nombre d'obligations émises depuis le règlement opéré par le décret de *Mouharrem*, pour des objets divers, notamment la construction de lignes de chemins de fer, qui font monter à un total d'environ 3 milliards de francs la somme des engagemens du Trésor. Parmi les chemins de fer ottomans, si étroitement liés à la prospérité économique du pays, les uns gagnent par eux-mêmes des revenus importans, les autres ne vivent encore que grâce aux subventions gouvernementales. La Compagnie des chemins de fer orientaux, dont les lignes sont situées en Europe, est dans le premier cas : elle a versé, en 1911, plus de 3 millions de francs à l'État pour sa part dans les bénéfices. Le Bagdad au contraire fait appel à la garantie kilométrique, qui n'a encore

cessé de fonctionner que pour le tronçon Haïdar-Angora. Les finances de ce chemin de fer sont du reste singulièrement compliquées par le fait des intérêts qu'il a pris dans des entreprises accessoires, telles que l'irrigation de Konia : il dispose de réserves importantes, notamment de la partie de son capital qui n'est pas encore appelée, ses actions n'étant que partiellement libérées.

Le chiffre prévu au budget de l'exercice 1328 (mars 1912 à février 1913) pour le service des emprunts consolidés, de la Dette flottante et des garanties kilométriques de chemins de fer est de 809 millions de piastres (1), soit environ 200 millions de francs. Si on ajoute à ce chiffre celui des crédits inscrits pour pensions et retraites, on arrive à un montant de 12 millions de livres turques, ce qui représente une proportion d'un peu moins du tiers du total. La Guerre et la Marine réclament environ 10 millions de livres, soit 230 millions de francs.

Il est à remarquer que, malgré la guerre italienne, l'administration de la Dette a encaissé, pour l'exercice clos le 31 mars 1912, une somme supérieure de 281 000 livres turques, soit plus de 6 millions de francs, à ses revenus de l'année antérieure, en dépit d'une notable diminution du revenu des tabacs et de la suppression du tribut de Chypre. D'autre part, les revenus généraux de l'Empire au 30 juin 1912 accusaient, pour les quatre premiers mois de l'exercice actuel, un excédent de 600 000 livres; à cette somme s'ajoutera le produit des nouveaux impôts, la majoration de 25 pour 100 de l'impôt foncier et de la taxe mobilière dite *temettu*, l'impôt de 3 pour 100 sur les traitemens des fontionnaires, l'augmentation de la taxe d'exonération du service militaire, majoration de 10 francs sur le prix du sel : on estime à 800 000 livres turques, soit 18 millions de francs, l'ensemble de ces plus-values. Mais ces ressources sont faibles en présence des besoins de la guerre.

A la fin d'octobre 1912, le ministre des Finances essaya d'obtenir du Conseil de la Dette qu'il lui abandonnât son fonds de réserve de 2 millions de livres turques (45 millions de francs) ; mais il s'est heurté à une résistance d'autant plus justifiée que ce fonds a été créé en vue d'éventualités comme celles qui se

(1) L'unité monétaire turque est la livre d'or, qui vaut environ 22 francs 80 centimes de notre monnaie. La livre se divise théoriquement en 100 piastres. La pièce d'argent dite *medjidjeh* vaut 20 piastres.

sont produites, afin d'assurer le service des coupons auxquels les revenus normaux pourraient ne pas suffire.

Un iradé a autorisé le ministre des Finances à engager des dépenses s'élevant à plusieurs millions de livres et à les couvrir par des impôts de guerre. Le gouvernement a négocié avec la Banque Ottomane, qui lui a déjà fourni 1 500 000 livres, et aussi avec le Conseil d'administration de la Dette, afin d'obtenir la disponibilité des recettes n'ayant pas d'affectation spéciale, telles que l'impôt sur les troupeaux et certaines dîmes. Déjà avant qu'éclatât la guerre balkanique, la Porte avait dû, au cours de la lutte contre l'Italie, contracter une dette flottante considérable, qui approche aujourd'hui de 300 millions de francs et qui se compose de bons du Trésor émis à des taux divers, souscrits par des banques anglaises, allemandes et françaises à des conditions de plus en plus onéreuses : car le placement devenait d'autant plus difficile que la lutte se prolongeait. La Porte a également reçu des avances gagées par le solde d'emprunts créés, mais dont le public n'avait pas souscrit la totalité, et qui sont restés dans les caisses des banques chargées de l'émission.

Malgré les embarras du Trésor ottoman, il semble que la situation financière ne soit pas aussi mauvaise à Constantinople qu'on eût pu le redouter. Le moratorium n'a pas été proclamé, et les transactions paraissaient, aux dernières nouvelles, suivre un cours à peu près normal. D'Andrinople assiégée on ne sait rien. A Salonique, occupée par les Grecs et leurs alliés, il est vraisemblable que l'ordre ne sera pas troublé.

## II. — BULGARIE

La Bulgarie est un pays essentiellement agricole. Théoriquement, l'État y est propriétaire du sol : le particulier qui le cultive n'est qu'une sorte de fermier perpétuel et héréditaire qui paie une dîme en argent ou en nature. Un certain nombre de communes possèdent des forêts et des pâturages. Un tiers du territoire est couvert de bois, un tiers est cultivé, moitié en blé, moitié en maïs, un dixième est en pâtures, un quart reste improductif. Les récoltes moyennes sont de 10 millions de quintaux de blé, 9 de maïs, 2 600 000 hectolitres de vin, 6 000 kilogrammes d'essence de rose. Le développement a été favorisé par la Banque agricole bulgare qui a groupé les caisses

locales et a mis, par leur intermédiaire, à des conditions relativement douces, des sommes considérables à la disposition des cultivateurs. Les importations dépassent encore notablement les exportations. Le pays possède près de 2000 kilomètres de voies ferrées.

Le budget a doublé en dix ans. De 95 millions de *levs* (1) en 1902, il s'est élevé à 190 millions en 1912, représentant ainsi, pour environ 4 millions et demi d'habitans, 42 francs par tête. Voici les recettes et dépenses prévues en 1912, d'après le budget promulgué le 8 janvier dernier :

MILLIONS DE LEVS

| *Recettes :* | | *Dépenses :* | |
|---|---|---|---|
| Impôts directs | 39 | Pouvoir suprême et Cour des comptes | 4 |
| — indirects | 69 | Dette | 40 |
| Monopoles de l'État | 10 | Ministère des Affaires étrangères et Cultes | 7 |
| Taxes et amendes | 12 | Ministère de l'Intérieur et de la santé publique | 11 |
| Péages | 34 | Ministère de l'Instruction publique | 25 |
| Domaine de l'État et revenus des capitaux | 14 | Ministère des Finances | 8 |
| Allocations aux communes et départemens pour les instituteurs | 7 | — de la Justice | 6 |
| Recettes accidentelles | 5 | — de la Guerre | 41 |
| | 190 | Ministère du Commerce, de l'Industrie et du Travail | 6 |
| | | Ministère de l'Agriculture et des Domaines | 7 |
| | | Ministère des Travaux publics et voirie | 9 |
| | | Ministère des Chemins de fer, postes et télégraphes | 25 |
| | | Excédent | 1 |
| | | | 190 |

Le Gouvernement s'est efforcé d'améliorer la comptabilité publique en établissant l'unité budgétaire et l'unité de caisse; de donner à l'impôt une assiette plus équitable en supprimant les dîmes en nature; d'assurer une perception plus régulière par la création de receveurs spéciaux, un contrôle plus efficace

(1) Le *lev* est égal au franc. Le change, qui était au pair avant la guerre, est actuellement aux environs de 3 pour 100.

par l'extension des attributions des inspecteurs des finances ; de faire agir la Cour des comptes préventivement, en lui donnant mission de vérifier toutes les dépenses avant d'en viser le paiement. L'augmentation des recettes est due à ces améliorations techniques, à l'accroissement des cultures et de la consommation à l'élévation du tarif des douanes, du timbre et du tabac.

Les emprunts principaux ont été les suivans :

| | | |
|---|---|---|
| 1888 | 46 millions à 6 pour 100 | pour rembourser la dette de l'ancienne Roumélie orientale et racheter la ligne du chemin de fer de Roustchouk-Varna, |
| 1889 | 30 millions à 6 pour 100 | pour la construction de la ligne Tzarbrod à Sofia. |
| 1892 | 142 millions à 6 pour 100 | pour la continuation des travaux publics. |
| 1896 | 30 millions à 5 pour 100 | destinés aux caisses agricoles, |
| 1902 | 106 millions à 5 pour 100 | destinés en majeure partie à rembourser la dette flottante, |
| 1904 | 100 millions à 5 pour 100 | destinés aux armemens. |
| 1907 | 145 millions à 4 et demi pour 100 | destinés à la conversion des emprunts 1888 et 1889 et à l'artillerie. |

L'emprunt de 1902 est garanti spécialement et irrévocablement par le produit de l'impôt des banderoles de tabac taxe de consommation) et subsidiairement par celui de l'impôt de fabrication appelé *mourourie*. Tous les droits que comportent les titres de l'emprunt sont exercés, au nom et pour le compte des porteurs, par un délégué désigné par la Banque de Paris et des Pays-Bas, qui notifie cette nomination au gouvernement bulgare par l'entremise du ministre de France à Sofia. L'emprunt de 1904 est garanti par l'impôt du timbre et par les sommes restées libres sur le produit de l'impôt des banderoles et du mourourie, après prélèvement des sommes nécessaires au service de l'emprunt 1902. L'emprunt 1907 a reçu la même garantie, mais ne prend rang naturellement qu'après les deux émissions précédentes. Un seul délégué représente les porteurs des trois emprunts.

Le déficit a été la règle des budgets bulgares depuis le commencement du siècle. Sur neuf exercices (de 1903 à 1911), six se sont soldés avec une insuffisance totale de 169 millions, tandis que trois seulement ont donné un excédent de 17 millions. En outre, il a été dépensé, dans la même période, une

centaine de millions pour travaux publics, de sorte que le déficit a dépassé 250 millions. Il a été couvert par des emprunts émis pour un capital nominal d'environ 300 millions. Le total de la dette consolidée, au 30 juin 1912, atteignait le double de ce chiffre : elle était représentée par des obligations 4 et demi, 4 trois quarts, 5 et 6 pour 100. Il existait en outre une dette flottante d'une centaine de millions, dont 37 avaient été avancés à l'État par la Banque nationale, 2 par la Banque agricole et 61 par divers souscripteurs de bons du Trésor. L'ensemble de la dette constitue une charge d'environ 160 francs par tête d'habitant ; le service en exige une annuité de 40 millions, en face de laquelle on peut inscrire 16 millions de revenu net que fournissent au Trésor les exploitations d'État, dont la principale est celle des chemins de fer, rachetés ou construits au moyen de capitaux empruntés : il s'y ajoute le produit des mines de Pernik et de Bobov Dol et les redevances des Banques nationale et agricole. Le gouvernement trouvera un appui à la Banque nationale, dont l'encaisse au 30 juin 1912 comprenait 40 millions d'or et 20 millions d'argent, et qui avait en outre un portefeuille étranger de 11 millions et des crédits pour 38 millions de francs chez ses correspondans du dehors.

Grâce à la très belle récolte de 1911, et à celle de 1912 qui a été moyenne pour le blé, excellente pour le maïs, les recettes de l'exercice courant sont en excédent sur les prévisions. D'autre part, on assure que la Banque d'État de Russie a ouvert à celle de Bulgarie un crédit de 25 millions de francs, en sorte que cet établissement est en mesure d'augmenter sa circulation et de fournir de nouvelles avances au Trésor. La Banque nationale joue un grand rôle dans la vie financière du pays. Le capital, fourni exclusivement par le Trésor, est de 20 millions de levs, dont la moitié est versée ; le fonds de réserve, au 31 décembre 1911, dépassait 7 millions. A la même date, la Banque avait prêté près de 11 millions aux districts, municipalités et établissemens publics, tandis que les avances à l'État étaient presque intégralement remboursées. L'encaisse métallique était, à la fin de l'exercice, de 60 millions, dont sept douzièmes en or; la circulation des billets atteignait 110 millions. On remarque depuis plusieurs années une diminution graduelle des dépôts privés et une augmentation parallèle des

dépôts publics à la Banque. Les premiers sont en général à court terme; les seconds à long terme ou même ne peuvent pas être retirés : ils permettent donc à l'établissement des opérations d'une nature différente de celles qu'il est légitime d'entreprendre au moyen des ressources fournies par les dépôts à brève échéance. La répartition des bénéfices de la Banque pour 1911 a donné 1 379 000 *levs* au fonds de réserve, 90 000 au fonds de réserve hypothécaire, 678 000 au fonds de créances douteuses, et 3 201 000 au Trésor, seul actionnaire de l'établissement. La prime sur l'or, au mois de novembre 1912, s'est établie aux environs de 3 pour 100. Il est à supposer qu'elle s'élèvera au cours de la guerre, d'autant plus que, depuis plusieurs années, le total des importations dépasse assez sensiblement celui des exportations, ainsi qu'en témoignent les chiffres suivans du commerce extérieur bulgare, exprimés en millions de francs :

| | 1906. | 1907. | 1908. | 1909. | 1910. | 1911. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Importations. . . | 100 | 126 | 131 | 162 | 179 | 198 |
| Exportations. . . | 113 | 127 | 113 | 112 | 130 | 184 |
| Totaux.. . . | 213 | 253 | 244 | 274 | 309 | 382 |

Un douzième seulement de ce mouvement, qui est en progression marquée, représente aujourd'hui le commerce avec la France; avec la Turquie, il s'élève à plus du cinquième du total, et avec l'Autriche-Hongrie, à peu près à la même proportion.

Au printemps de 1912, la Bulgarie avait conçu le projet d'émettre un emprunt de 180 millions de francs 4 et demi pour 100, qui devait être le premier auquel des garanties spéciales ne fussent pas attachées : c'était une sorte de consécration du crédit bulgare, considéré désormais comme se suffisant à lui-même : les marchés français et allemands, que l'on avait en vue, devaient se contenter de la signature du gouvernement sans exiger de gages particuliers. Ainsi que M. Poincaré l'a rappelé dans son discours de Nantes, des motifs politiques retardèrent cette émission : la banque française, qui devait ouvrir ses guichets, se contenta de souscrire 25 millions de francs de Bons du Trésor qui arrivent prochainement à échéance. Le même établissement vient de prêter, au mois de novembre 1912, une nouvelle somme de 40 millions au Trésor bulgare. Ces diverses

avances seront remboursées par un grand emprunt de liquidation qui verra vraisemblablement le jour dans les premiers mois de 1913. L'un des objets de celui de 180 millions était de rembourser les obligations 6 pour 100 de 1892 et de procurer ainsi au budget une économie sérieuse, rendue possible par l'amélioration du crédit public.

### III. — SERBIE

La Serbie est devenue autonome en 1830. A la suite du traité de Berlin qui, en 1878, la rendit indépendante de la Turquie, le prince se proclama roi. L'article 34 du traité portait que « les hautes parties contractantes reconnaissent l'indépendance de la principauté de Serbie. » L'article 35 spécifiait que : « En Serbie, la distinction des croyances religieuses et des confessions ne pourra être opposée à personne comme un motif d'exclusion ou d'incapacité en ce qui concerne la jouissance des droits civils et politiques, l'admission aux emplois publics, fonctions et honneurs, ou l'exercice des différentes professions et industries, dans quelque localité que ce soit. » L'article 42 ajoutait : « La Serbie devant supporter une partie de la dette ottomane pour les nouveaux territoires qui lui sont attribués, les représentans à Constantinople en détermineront le montant de concert avec la Sublime-Porte sur une base équitable. »

Des dispositions analogues sont insérées dans le traité en ce qui concerne la Bulgarie et le Montenegro.

La Serbie a une superficie de 4 830 000 hectares, un peu moins du dixième de la France. Pays agricole et pastoral, elle exporte des céréales, des prunes, des animaux de race porcine, ovine et bovine. Ses finances demeurèrent longtemps embarrassées. L'origine de l'organisation actuelle remonte à 1895, époque à laquelle le gouvernement, hors d'état de faire face à tous ses engagemens, a constitué une administration des monopoles chargée de percevoir un certain nombre de revenus. Parmi les six membres du Conseil, deux doivent être étrangers, l'un français, l'autre allemand. La loi dite d'unification a réduit de 5 à 4 pour 100 le coupon de deux emprunts antérieurs et dépossédé les porteurs du gage hypothécaire qui leur avait été consenti sur les chemins de fer, dont les revenus leur étaient spécialement affectés.

Depuis 1903, le déficit a disparu. Les emprunts contractés ont servi à racheter des chemins de fer, à organiser l'armée, à acquérir un matériel de guerre excellent. Les excédens budgétaires ont permis de constituer un trésor d'environ 20 millions de *dinars* (francs). Le gouvernement dispose en outre d'un reliquat de 46 millions sur le produit du dernier emprunt et de 52 millions, constitués par l'encaisse de la Banque nationale, de la Banque hypothécaire, des chemins de fer et des administrations publiques, soit au total 120 millions. Le pays était donc particulièrement bien préparé au point de vue financier. On évalue les dépenses journalières de la campagne à 700 000 dinars. Dès lors, la Serbie aurait de l'argent pour six mois. En attendant, un moratorium de trois mois a été établi pour toutes obligations nées d'affaires commerciales ou de lettres de change, tous contrats civils, sauf pour les baux. Une prime sur l'or a fait son apparition : elle est en ce moment d'environ 2 et demi pour 100.

Le budget serbe a doublé en quinze ans. En 1898, il était de 63 millions, en 1906 de 89 millions ; les prévisions de 1912 s'élevaient à 130 millions, soit, pour 2 900 000 habitans, environ 43 francs par tête.

La Dette, au 1er janvier 1912, comprenait :

| | Capital restant en circulation. | |
|---|---|---|
| La rente 4 pour 100 1895 pour. . . . . | 335 | millions. |
| Les lots 2 pour 100 1881 pour . . . . . | 22 | — |
| Les lots tabacs 1888 pour . . . . . | 9 | — |
| Le 5 pour 100 des monopoles 1902 pour. . . . | 57 | — |
| Le 4 1/2 pour 100 1906 pour. . . . . | 92 | — |
| Le 4 1/2 pour 100 1909 pour. . . . . | 148 | — |
| Le 4 1/2 pour 100 1910 (*Ouprava fondova*) pour | 30 | — |
| Le 4 1/2 pour 100 1911 pour. . . . . | 30 | — |
| | 723 | — de capital. |

Soit 240 francs par tête d'habitant. Le service annuel exige 32 millions de francs. Les chemins de fer rapportant environ 7 millions net, il reste une charge réelle, du chef de la Dette, de 25 millions, qui absorbe à peu près le cinquième des rentrées annuelles.

Les emprunts de 1902, de 1906 et de 1909 sont gagés par les revenus de l'Administration des monopoles disponibles après

que le service de ceux dont le gage est antérieur a été assuré. L'emprunt de 1910 émane de l'*Ouprava fondova :* c'est un organisme d'État, constitué par une loi du 8 juillet 1098, modifié et complété par celles des 21 février 1906 et 14 juin 1910. Il gère les fonds de l'État, les capitaux des arrondissemens et départemens, des églises et monastères, et ceux des institutions qui sont placées sous la surveillance directe des autorités publiques, les dépôts effectués auprès des tribunaux, des autorités de police et des autres administrations. L'*Ouprava fondova* prête aux particuliers, en première hypothèque, sur terrains à bâtir, bâtimens et terrains agricoles; il émet des lettres de gage et des obligations communales, sous réserve de l'autorisation du gouvernement qui garantit tous ses engagemens. C'est une sorte de Caisse de dépôts et consignations, doublée d'un Crédit foncier.

Le budget ordinaire de 1912 s'élevait à 124 millions, et les prévisions du budget extraordinaire à 6 millions. Il est inutile d'ajouter que la guerre va singulièrement modifier ce dernier chiffre.

Les ressources étaient les suivantes :

| | Millions de dinars. |
|---|---|
| Mononopoles (tabac, sel, pétrole, allumettes, papier à cigarettes). | 31 |
| Douanes | 15 |
| Droits de timbre | 8 |
| Total des revenus affectés à la Caisse de la dette. | 54 |
| Chemins de fer | 16 |
| Postes, télégraphes et téléphones | 4 |
| Contributions directes | 30 |
| Contributions indirectes | 9 |
| Monopoles non affectés à la Dette (alcool, imprimés, poudre, dynamite) | 1 |
| Produits des forêts et mines de l'État | 2 |
| Revenu des établissemens publics | 3 |
| Revenu de capitaux mobiliers | 3 |
| Revenus divers | 3 |
| Revenus extraordinaires | 5 |
| Total | 130 |

L'exercice 1910 avait laissé un excédent de 5 millions. En 1911, la situation économique s'est encore améliorée, grâce à la conclusion d'un traité de commerce avec l'Autriche, qui, pendant plusieurs années, avait mené une campagne douanière contre la

Serbie. La valeur des exportations serbes a dépassé, pour la première fois, 100 millions en 1911. L'un des effets du rétablissement des échanges avec la grande monarchie voisine a été d'élever les prix du bétail exporté.

Il existe en Serbie un certain nombre de monopoles : ceux du tabac, du sel, du pétrole, du papier à cigarettes, des allumettes, dont les revenus sont perçus par une administration dite autonome et qui comprend un délégué des porteurs de titres français et un délégué des porteurs allemands. La même administration perçoit aussi les revenus des douanes et du timbre, En 1911, elle a encaissé de ces divers chefs 56 millions de *dinars*, desquels il y a lieu de déduire 10 millions pour achat de matières premières et commissions diverses, en sorte qu'il lui est resté 46 millions pour faire face au service d'une dette, dont l'intérêt et l'amortissement n'exigent guère que le tiers de cette somme.

La Banque nationale, fondée en 1883, est une société par actions, au capital de 10 millions de dinars, qui émet à la fois des billets remboursables en argent et des billets remboursables en or. Au 31 décembre 1911, il circulait 52 millions des premiers, qui, en temps normal, ne peuvent dépasser le quintuple du capital versé, et 14 millions des seconds. L'encaisse métallique se composait de 44 millions d'or, dont 10 chez les correspondans étrangers, et 6 millions d'argent. Chose curieuse, ce sont les billets argent qui sont le plus demandés : au cours de l'année 1911, la Banque avait dû solliciter du gouvernement l'autorisation d'augmenter d'un dixième cette partie de son émission : à un moment donné, cette circulation atteignit 59 millions, chiffre auquel elle ne s'était jamais élevée jusque-là. La Banque nationale s'efforce de plus en plus de régulariser les changes : à cet effet elle s'est constitué, chez ses correspondans du dehors, un avoir qui lui permet de vendre des chèques sur Vienne, Paris, Londres, Berlin et autres places à l'État, à l'Administration des monopoles, à la Direction des chemins de fer, aux négocians importateurs, en un mot à tous ceux qui ont des paiemens à faire hors des frontières. Grâce à cette politique prévoyante, les changes étaient depuis quelque temps au pair ; il n'y avait aucun agio sur l'or ; les deux catégories de billets se maintenaient sur un pied de parfaite egalité. Au cours de l'année 1911, l'État n'a jamais été débiteur de la Banque : ses

rapports avec elle se sont bornés à des mouvemens de métal; en effet, les billets argent donnent lieu à l'ouverture d'un compte d'échange provisoire, dans lequel le Trésor verse de l'or et reçoit de l'argent destiné à servir de couverture aux billets. Cette émission simultanée des deux catégories est, aux yeux des financiers serbes, le moyen de fournir au pays des instrumens d'échange en quantité suffisante sans menacer l'encaisse or. Nous ne discuterons pas ici cette théorie, dont la justesse va être mise à l'épreuve; il conviendra de voir comment se comporteront les changes. Au cours des dernières années, la prime sur l'or s'était élevée jusqu'à 15 pour 100, et avait ensuite disparu.

### IV. — GRÈCE

L'intérêt que nous portons à la Grèce remonte aux origines du jeune royaume, que nos armes, plus que celles d'aucune autre puissance, contribuèrent à fonder au début du XIXe siècle. La France n'a cessé depuis lors de lui donner un appui moral et matériel qui s'est traduit récemment encore par l'envoi d'une mission militaire, dont l'influence sur la réorganisation de l'armée hellène paraît avoir été décisive. Nombreuses sont les entreprises de travaux publics auxquelles nos capitaux ont participé. Avant tout, nous avons été les principaux bailleurs de fonds du Trésor; l'état de ses finances nous importe particulièrement, puisqu'on estime que les trois quarts des obligations helléniques sont dans les portefeuilles de nos rentiers.

Lorsque Capodistrias, élu le 2 avril 1827 gouverneur de la Grèce par un vote de l'assemblée de Trézène, débarqua quelques mois plus tard à Nauplie, la situation semblait presque désespérée : Missolonghi et l'Acropole d'Athènes avaient été repris par les Turcs; Ibrahim Pacha occupait presque tout le Péloponnèse. Seules, quelques places fortes de la Morée, la Mégaride, les îles de l'Archipel, Samos et une partie de la Crète restaient libres. Mais bientôt le général Maison chassa les Arabes de la Morée, Capodistrias reconquit une grande partie du territoire repris par les Ottomans, et s'efforça de rétablir un peu d'ordre dans les finances, qui n'existaient pour ainsi dire pas. Les recettes de l'année 1828-29 (mars à février) furent de 8 mil-

lions de piastres turques ; celles de l'année suivante, de 12 millions, soit environ 3 millions de francs. Malgré la sévérité de la gestion de Capodistrias, partisan énergique de l'économie la plus sévère, ces ressources restaient bien en deçà des sommes indispensables aux dépenses essentielles : celles de l'armée seule atteignaient 20 millions de piastres. Le gouverneur essaya d'émettre au dehors un emprunt, qui ne fut réalisé qu'après sa mort, survenue le 26 septembre 1831. Le roi Othon obtint 36 millions, mais une bien faible partie de cette somme entra dans le pays ; des subsides russes et français alimentèrent le budget grec. L'Angleterre s'abstint presque complètement, et ne se décida qu'à la dernière extrémité à verser 500 000 francs en 1831, alors que la contribution de la France, y compris les dépenses de l'expédition du général Maison, atteignait déjà 20 millions. Des particuliers grecs et étrangers fournirent des sommes importantes. La Grèce est peut-être le pays du monde où les dons volontaires des citoyens atteignent les chiffres les plus élevés. C'est un des traits qui honorent la nation et qui montrent le mieux la force du sentiment patriotique qui l'anime. Le Stade, un des ornemens d'Athènes, est dû à la libéralité d'un Hellène, qui a donné encore bien d'autres sommes à sa ville natale. Tout récemment, un de ses concitoyens dotait le ministère des Affaires étrangères de palais destinés à loger ses légations dans les principales capitales de l'Europe.

Pendant une longue période, il ne fut plus question de grandes opérations financières, jusqu'à ce que, le traité de Berlin ayant modifié la carte et partiellement transformé le régime d'une partie de l'Europe Orientale, la Grèce s'agita de nouveau et se reprit à préparer la réalisation de rêves séculaires. A plusieurs reprises, elle crut que l'heure avait sonné : et chaque fois elle n'hésita pas à se lancer dans des dépenses militaires auxquelles son budget ordinaire ne pouvait suffire. L'ère des grands emprunts extérieurs s'ouvrit. La part la plus forte de la dette grecque, 600 millions environ, a été contractée au cours des années 1880 à 1890. Les sommes reçues de ce chef ont servi à construire 760 kilomètres de chemins de fer, 2 500 kilomètres de routes, à acheter trois cuirassés, à couvrir les déficits budgétaires et surtout les frais des deux mobilisations de 1880 et de 1885.

Les charges des emprunts pesaient alors d'une façon particu-

lièrement lourde sur le pays, à cause du change qui était fort élevé et qui majorait de moitié environ les sommes à remettre à l'étranger pour les coupons et l'amortissement. Le ministère Tricoupis fit de louables efforts pour augmenter les recettes, qui doublèrent et passèrent de 43 à 89 millions de drachmes (1); mais elles n'arrivaient pas à équilibrer les dépenses. La circulation de la Banque nationale augmentait sans cesse. Le pays fut acculé à une suspension de paiemens. Après la guerre turque, les puissances, qui étaient intervenues pour imposer à l'Empire ottoman une paix plus avantageuse au vaincu qu'au vainqueur, s'occupèrent de réorganiser les finances helléniques.

La période moderne de celles-ci remonte à l'arrangement du 26 février 1898, intervenu, à la suite de la suspension du service des dettes précédemment contractées, entre le royaume et les délégués des grandes puissances réunis à Athènes. Un certain nombre de revenus ont été attribués à la Commission internationale chargée de les encaisser et de les appliquer, dans des conditions déterminées, au service des emprunts antérieurs et à celui d'un emprunt de liquidation qui fut alors contracté sous la garantie des puissances. Mais, tandis qu'en Turquie un acte unilatéral, émané de la seule volonté impériale, avait organisé le nouveau régime financier, ce fut une convention signée entre l'État hellénique d'une part, la France, l'Allemagne, l'Angleterre, l'Autriche, l'Italie et la Russie de l'autre, qui réorganisa la Dette.

La commission financière internationale surveille les revenus affectés à ce service. La perception en a été confiée à la *Société de régie des revenus affectés au service de la Dette hellénique*, société anonyme grecque prévue par la Loi de Contrôle, et qui est née de la transformation de la Société de régie des Monopoles de Grèce, fondée en 1887 à l'occasion de l'émission de l'emprunt gagé par les Monopoles. Ses statuts et la convention qui la lie au gouvernement ont été agréés par les six puissances médiatrices ayant participé à la conclusion du traité de paix du 6 décembre 1897, et sanctionnés par décret royal du

(1) La drachme est égale au franc; les monnaies grecques d'or et d'argent sont identiques aux pièces françaises de même dénomination. Mais, comme les billets ne sont pas remboursables en espèces à la volonté des porteurs, il y a eu souvent un écart considérable entre la valeur de la drachme-papier et celle du franc, bien que la Grèce fasse partie de l'Union latine.

28 avril 1898 : ils ne peuvent être modifiés qu'avec l'assentiment de la Commission financière internationale. Les recettes sont mises à la disposition de cette dernière qui, par l'intermédiaire des établissemens étrangers et de la Banque nationale, assure le service des emprunts : elle verse à la Banque nationale le reliquat revenant au gouvernement. Depuis sa création, la Commission, autorisée par les six puissances, a été amenée à assurer le service de divers emprunts postérieurs à 1898. C'est ce qui s'est également passé pour le Conseil de la dette ottomane et la Caisse des monopoles serbes. Quand il existe un organe de ce genre qui donne aux administrations indigènes l'exemple d'une gestion féconde, les gouvernemens eux-mêmes se trouvent amenés à lui confier la perception d'un nombre croissant de revenus.

La Commission avait fixé à 551 millions de francs les capitaux des emprunts extérieurs restant en circulation en 1898 : elle distingua six catégories, correspondant aux émissions faites, entre 1881 et 1893, aux taux de 4 et de 5 pour 100. Ces six emprunts ont été répartis en trois groupes, au service initial desquels le gouvernement applique une annuité de 14 850 000 drachmes, devant produire au minimum 9 millions de francs or par an, c'est-à-dire que le gouvernement garantit un change maximum de 165 pour 100. Cette somme est destinée à servir aux porteurs des obligations un minimum d'intérêt, variant entre 43 et 32 pour 100 du taux stipulé à l'origine, et à opérer, au moyen du surplus, l'amortissement par voie de rachat ou de tirage au sort. Si le change est plus favorable que 165, l'économie résultant de ce chef appartient, pour les trois cinquièmes, aux porteurs de la Dette : ces trois cinquièmes servent pour moitié au relèvement de l'intérêt, pour moitié à l'augmentation de l'amortissement. Les revenus affectés sont les droits de timbre, les douanes du Pirée, l'impôt sur le tabac, les monopoles du sel, du pétrole, des allumettes, des cartes à jouer, du papier à cigarettes, de l'émeri de Naxos.

Aux emprunts visés par la convention de 1898 se sont ajoutés les suivans. Tout d'abord celui de 170 millions, émis au moment même du règlement, au taux de 2 et demi, destiné au paiement de l'indemnité due à la Turquie et à la liquidation de la situation financière. Grâce à la garantie conjointe et solidaire de la France, de la Grande-Bretagne et de la Russie, la Grèce a

pu emprunter alors à des conditions inespérées. En 1902, fut émis l'emprunt 4 pour 100 des chemins de fer de 155 millions, et, en 1910, l'emprunt 4 pour 100 de 150 millions. Ces deux derniers n'ont qu'une deuxième hypothèque sur les revenus délégués à la Commission, tandis que l'emprunt 2 et demi est sur la même ligne que les six emprunts ayant formé l'objet du concordat de 1898, c'est-à-dire au premier rang. Mais ils ont reçu des garanties additionnelles nombreuses. C'est ainsi qu'à l'emprunt de 1910, créé en monnaie française, allemande, anglaise et en drachmes d'or, équivalant par conséquent au franc, sont affectés la part revenant à l'État des recettes des lignes de chemins de fer à construire sur le produit de l'emprunt, la nouvelle taxe additionnelle de 2 drachmes par oke sur le tabac, établie en 1909, le produit du monopole du sucre, au cas où le gouvernement déciderait d'appliquer la loi relative à ce monopole.

En 1911, les douanes du Pirée ont produit 27 millions et les autres revenus concédés 34 millions, au total 61 millions. Là-dessus le Trésor a droit à l'excédent des douanes du Pirée au delà du chiffre garanti par la convention, soit 16 millions; aux deux cinquièmes du bénéfice du change, lequel est considérable, puisque celui-ci se tient aux environs du pair, au lieu du cours de 165 prévu par la convention. D'autre part, plus de 8 millions ont été consacrés au relèvement de l'intérêt et de l'amortissement des six emprunts ayant formé l'objet de la convention avec les puissances médiatrices. Depuis 1898, près de 100 millions ont été disponibles pour cet objet. Le change qui, en 1901, avait dépassé le maximum prévu de 165, a oscillé aux environs du pair depuis 1909, grâce à l'amélioration générale de la situation économique et aux envois d'or faits par les travailleurs grecs qui s'expatrient temporairement. Cette influence est d'autant plus certaine que depuis longtemps le commerce extérieur de la Grèce se solde chaque année par un excédent d'importations, qui, en 1910, était encore de 34 millions. Si un afflux régulier de capital monnayé ne venait pas couvrir cette insuffisance, le change ne pourrait se maintenir au pair. Au 31 décembre 1911, le total de la dette non amortie s'élevait en francs or à 683 millions et en drachmes à 150 millions : ce dernier chiffre comprend 61 millions de billets à cours forcé émis par la Banque nationale pour le compte du gouvernement.

L'augmentation de la richesse générale se manifeste par

l'accroissement des dépôts dans les banques, qui atteignent aujourd'hui un demi-milliard. Le produit des revenus concédés en 1898 n'a cessé d'aller en augmentant et de dépasser les espérances les plus optimistes. Voici comment s'établissait le budget de 1912 :

MILLIONS DE DRACHMES

| *Recettes :* | | *Dépenses :* | |
|---|---|---|---|
| Impôts directs | 24 | Dette | 37 |
| Impôts indirects | 56 | Pensions et liste civile | 12 |
| Monopoles d'État | 13 | Ministère des Finances | 25 |
| Timbre et taxes diverses | 29 | Ministère des Affaires étrangères | 2 |
| Exploitations d'État | 15 | Ministère de la Justice | 7 |
| Divers | 7 | — de l'Intérieur | 18 |
| | 144 | Ministère de l'Instruction et des Cultes | 6 |
| | | Ministère du Commerce | 4 |
| | | — de la Guerre | 22 |
| | | — de la Marine | 9 |
| | | Divers | 2 |
| | | | 144 |

La proportion des impôts directs dans l'ensemble des ressources est modérée, puisqu'elle ne représente que 16 pour 100 du total. La charge budgétaire ressort à plus de 50 francs par tête pour une population de 2700000 habitans : elle est notablement plus élevée qu'en Serbie et en Bulgarie. Cela s'explique par le fait que la Grèce s'est organisée sous sa forme moderne depuis plus longtemps que ses deux alliées. En ce qui concerne les dépenses, la Dette forme plus du quart de leur total ; la Guerre et la Marine plus du cinquième. En dehors du budget ordinaire, il en existe un extraordinaire : en 1912, 30 millions de drachmes y étaient inscrits pour la Guerre et 20 pour la Marine. La campagne actuelle était préparée de longue date. Ces budgets extraordinaires ont en réalité mis le pays en déficit depuis de longues années : ils expliquent l'augmentation de la Dette qui atteignait 900 millions de francs avant l'ouverture des hostilités et qui dépassera vraisemblablement le milliard en 1913. Pour une population de 3 millions d'habitans, cela équivaut à un capital de 300 francs par tête, le double presque du chiffre correspondant en Bulgarie et supérieur d'un quart à celui de la Serbie.

Au point de vue de la trésorerie, le gouvernement devait disposer, au début des hostilités, d'un reliquat assez important du produit du dernier emprunt, mais il ne saurait compter, dans une très large mesure, sur le concours de la Banque nationale qui, depuis longtemps déjà, a mis une bonne partie de ses ressources à la disposition du ministre des Finances, et qui dès lors ne pourrait augmenter son émission de billets sans détériorer le change et aggraver par suite le fardeau du service de la dette extérieure. En effet, au 31 décembre 1911, la moitié environ de la circulation, 66 millions de drachmes, représentait une avance faite à l'État par la Banque, qui avait une encaisse d'or de 10 millions et 69 millions de crédits à l'étranger pouvant être assimilés à l'encaisse métallique. Elle avait en outre un portefeuille de 66 millions de fonds grecs. Elle a fait pour 70 millions de prêts hypothécaires. Son bilan est extrêmement compliqué; elle a des branches d'activité multiples: il en résulte qu'elle ne pourrait, avec la même facilité que d'autres instituts, augmenter son émission; et cependant c'est sur elle que le gouvernement compte pour lui venir en aide. Il l'a autorisée, par une loi de novembre 1910, à créer 55 millions de billets garantis par un dépôt spécial d'or et de traites; cette limite vient d'être élevée à 75 millions. D'après la dernière situation hebdomadaire pnbliée, la presque totalité de cette circulation est couverte par le portefeuille d'effets.

Il est difficile de juger dès aujourd'hui des conséquences qu'aura la guerre pour les marchés financiers grecs. Le 19 octobre 1912, le Parlement d'Athènes a voté une loi qui suspend, pour la durée de la mobilisation et de la guerre, l'exigibilité des créances et en interdit le recouvrement par voie de contrainte. La Banque d'Athènes s'est prévalue de cette disposition pour avertir ses cliens qu'elle ne rembourserait pas ceux dont le dépôt est antérieur au 30 septembre dernier. Cette résolution lui a été imposée par le fait qu'elle a un grand nombre de succursales en Turquie, où les encaissemens sont, à l'heure actuelle, malaisés pour un établissement grec. La Banque nationale continue au contraire ses affaires comme par le passé. Son gouverneur Valaoritis a déclaré qu'elle viendrait largement en aide à ceux qui ont besoin d'elle. La Bourse est fermée.

## V. — MONTENEGRO

Bien que le Montenegro soit en fait indépendant depuis plusieurs siècles, ce n'est qu'en 1878 que son autonomie a été formellement reconnue par la Turquie et les puissances et consacrée par le traité de Berlin. Il a été érigé en monarchie constitutionnelle héréditaire dans la postérité mâle, par ordre de primogéniture, de la maison de Petrovich Niegoch. Son commerce extérieur ne dépasse pas 10 millions de francs. Son budget, en 1907, se présentait comme suit :

MILLIERS DE FRANCS

| *Recettes :* | | *Dépenses :* | |
|---|---|---|---|
| Impôt foncier | 850 | Liste civile | 198 |
| Douanes | 695 | Dette | 760 |
| Monopoles | 715 | Pensions | 186 |
| Exploitations d'État et revenus patrimoniaux | 301 | Ministère de l'Intérieur | 605 |
| Divers | 565 | — de la Guerre | 210 |
| | | — des Finances | 470 |
| | | — de la Justice | 160 |
| | | Ministère des Cultes et de l'Instruction | 206 |
| | | Ministère des Affaires étrangères | 158 |
| | | Divers | 65 |
| | 3 126 | | 3 018 |

En 1909, le Montenegro a émis à Londres un emprunt de 250 000 livres sterling, soit environ 6 millions de francs, au taux de 5 pour 100, amortissable en trente-six ans. Le produit de l'opération était destiné à rembourser diverses dettes antérieurement contractées par le gouvernement, en particulier des bons du Trésor, à fonder un crédit foncier, qui a été créé au capital de 3 millions de couronnes (1), et à exécuter divers travaux publics. Les revenus du monopole du sel et des douanes sont spécialement affectés à la garantie de cet emprunt : ils dépassent de beaucoup la somme nécessaire à son service : en 1911, ils ont atteint 1 500 000 francs. Le monopole du tabac a été concédé à une compagnie italienne pour vingt-cinq ans.

Le Montenegro ne possède qu'une ligne de chemin de fer,

(1) La couronne autrichienne vaut 1 fr. 05.

de Priataw à Antivari, sur le lac de Scutari. La Banque du Monténégro, au capital d'un million de couronnes, est en relations régulières avec les principales banques européennes. A côté d'elle se trouvent la Caisse d'épargne de Niksich, au capital de 500000 couronnes, la Banque de Podgoritza, au capital de 600000 couronnes, la Banque nationale, au capital de 300000 couronnes. Les importations dépassent de beaucoup les exportations de marchandises. La différence est compensée par la subvention annuelle russe de 2 millions et une somme d'environ 4 millions de couronnes que les émigrans envoient à leurs parens restés dans le pays.

Celui-ci éprouve d'ailleurs, plus qu'aucun des autres États balkaniques, le besoin de s'ouvrir des débouchés : il est limité, au Nord et au Sud-Est, par les vilayets, turcs jusqu'ici, de Scutari et de Kossovo; à l'Est, par le sandjak de Novi-Bazar ; au Nord-Ouest, par l'Herzégovine ; à l'Ouest, par l'extrémité de la Dalmatie, qui le sépare de la mer. De même que, par la superficie et la population, le Monténégro vient au dernier rang des alliés de 1912, de même aussi, il est celui dont le développement économique est le moins avancé. La pauvreté d'une très grande partie de son sol explique cette infériorité, et aussi le fait que les habitans émigrent en nombre relativement considérable, afin de chercher au dehors du travail. Aussi comprend-on qu'ils s'efforcent depuis longtemps d'annexer à leurs montagnes pierreuses des plaines où ils puissent cultiver les céréales et assurer leur subsistance.

### VI. — ROUMANIE

Bien que la Roumanie n'ait pas été entraînée à prendre les armes dans le conflit actuel, ses destinées sont associées, dans une large mesure, à celles des autres États entre lesquels se répartit le territoire de l'Europe du Sud-Est. Il ne nous a donc pas semblé sans intérêt de jeter un coup d'œil sur sa situation économique et financière. La jeune principauté, créée il y a un demi-siècle grâce à l'appui de l'empereur Napoléon III, reconnue par les puissances le 12/24 octobre 1866, a été érigée en royaume le 14/26 mars 1881. Le développement de sa richesse, l'accroissement de sa population, qui approche aujourd'hui de 7 millions d'habitans, la sagesse de son roi, la puissance de son

organisation militaire, lui assurent une influence sérieuse dans les solutions à intervenir. On n'a pas oublié que, lors de la guerre d'Orient en 1877, ce fut l'appui de l'armée roumaine qui assura la victoire des Russes à Plevna.

Le budget de l'exercice 1911-12 s'est soldé par un excédent de 105 millions de francs. Les rentrées des cinq premiers mois de l'exercice en cours ont atteint 215 millions, soit 22 de plus que celles de l'année précédente. Du 1er avril au 31 juillet 1912, les recettes des chemins de fer sont en plus-value de 4 millions par rapport à la même période de 1911 et de 8 millions par rapport à 1910. Les prévisions de recettes et de dépenses pour l'exercice actuel sont les suivantes :

MILLIONS DE *lei* (1)

| *Recettes :* | | *Dépenses :* | |
|---|---|---|---|
| Contributions directes. . . | 49 | Guerre. . . . . | 75 |
| Contributions indirectes. . | 85 | Finances. . . . . | 208 |
| Timbre et enregistrement. | 29 | Cultes . . . . . | 48 |
| Monopoles de l'État. . . . | 73 | Intérieur. . . . . | 47 |
| Services publics. . . . . | 134 | Travaux publics. . . . . | 96 |
| Domaines de l'État. . . . | 29 | Justice. . . . . | 11 |
| Subventions. . . . . | 23 | Agriculture. . . . . | 9 |
| Ministère des Finances . . | 69 | Commerce et Industrie. . | 3 |
| Divers . . . . . | 14 | Affaires étrangères . . . . | 3 |
| Total. . . | 505 | Divers. . . . . | 5 |
| | | Total. . . | 505 |

Jusqu'à la fin du XIXe siècle, les budgets se soldaient constamment par des déficits : de 1890 à 1901, le total n'en fut pas inférieur à 650 millions. Au contraire, depuis cette époque, les excédens ont été la règle et ont donné au Trésor, de 1901 à 1911, 300 millions, auxquels s'ajouteront environ 70 millions pour l'exercice actuel. Au 1er avril 1912, le capital de la Dette s'élevait à plus d'un milliard et demi, dont le service exigeait une annuité de 97 millions, soit environ 6 pour 100. Mais ce n'est pas là le taux des rentes roumaines, dont la majeure partie rapporte seulement 4 pour 100. Un tiers de l'annuité inscrite au buget, près de 30 millions, est consacré à l'amortissement, qui est rapide : toute la Dette actuelle devra être remboursée

(1) Le *lei* est égal au franc. Le change entre la Roumanie et la France était, depuis plusieurs années, aux environs du pair; sous l'influence des derniers événemens, il est remonté à 101.

en 1946, c'est-à-dire dans une trentaine d'années. En face de cette dépense, on peut placer les 50 millions que rapportent les chemins de fer de l'État, pour le rachat desquels une partie de la Dette a été contractée, si bien qu'en réalité le fardeau en est léger. D'ailleurs, ce qui aide encore le pays à supporter aisément ses charges, c'est l'accroissement ininterrompu de ses exportations, qui ont atteint, en 1910, 616 millions de francs, alors que les importations se sont élevées à 410 millions. Sous ce rapport, il est dans une situation bien meilleure que ses voisins. La France n'est malheureusement qu'au septième rang des puissances qui échangent leurs produits avec la Roumanie, tandis que la Belgique vient en première ligne par son chiffre de 240 millions, qui représente le quart de tout le commerce extérieur. Les banques sont actives, de nombreuses sociétés industrielles et financières se sont fondées ; les dépôts aux guichets des établissemens de crédit et des caisses d'épargne sont en progrès rapide. Au 31 décembre 1909, les banques populaires, placées sous le contrôle de la caisse rurale de Bucarest, étaient au nombre de 1 543, avec un capital de 50 millions de *lei*, et avaient consenti des prêts aux petits agriculteurs pour 66 millions. Près de la moitié de la surface du pays, plus de 6 millions d'hectares, est ensemencée. La Banque nationale, organisée sur le modèle des grandes banques d'émission européennes, s'inspire des principes éprouvés en la matière. Au 31 décembre 1911, elle avait une circulation de 443 millions, garantie par une encaisse de 220 millions, laquelle s'est augmentée de 40 millions, au cours de l'exercice.

On voit que la Roumanie, le plus ancien parmi les jeunes États balkaniques, est aussi celui qui est le plus avancé économiquement et financièrement. Grâce à la prospérité de son agriculture et à ses excédens budgétaires, la prime sur l'or avait presque disparu. L'organisation du pays est plus complète et sa culture plus savante que celle des régions limitrophes. Le problème le plus ardu est celui de la répartition des terres : en présence d'une population qui s'accroît rapidement, le maintien de vastes domaines aux mains d'un petit nombre de propriétaires apparaît comme de plus en plus difficile. La question agraire est à l'ordre du jour. Les gouvernemens successifs ont essayé de la résoudre. Le dernier Cabinet libéral a fait voter diverses lois qui ont pour but de morceler les propriétés,

de faciliter l'acquisition de parcelles par les paysans, de développer le crédit rural.

Tels sont les traits essentiels de la situation économique des Balkans. L'impression qui s'en dégage est que ces jeunes pays sont en progrès marqué depuis qu'ils ont recouvré leur autonomie. Il n'est pas douteux qu'à la suite des événemens militaires qui viennent de s'accomplir, cette marche à la civilisation ne s'accentue encore et que, sous tous les rapports, l'assimilation des royaumes du Sud-Est aux États de l'Europe centrale et occidentale, ne soit bientôt complète.

### VII. — RÈGLEMENT FINANCIER DU CONFLIT

Les événemens ont marché avec une rapidité qui laissait à peine aux spectateurs le loisir de suivre les péripéties de la lutte. Une campagne de quelques semaines a conduit les alliés au cœur même de l'Empire ottoman. Une première demande de médiation, adressée aux grandes puissances par la Sublime-Porte, n'ayant pas amené de résultat, des négociations directes se sont engagées entre les belligérans : elles vont peut-être aboutir à un traité de paix. Mais il est probable que rien de définitif ne sera conclu sans l'intervention de l'Europe, non pas que l'autorité de la « vieille dame » ait grandi aux yeux des pays d'Orient : il semble au contraire que la diplomatie, ou tout au moins certains diplomates n'aient pas compris ce qui se préparait à Sofia, à Belgrade, à Athènes ; néanmoins les intérêts que les pays de la Triple-Entente et ceux de la Triple-Alliance ont au règlement final du problème, sont trop importans pour que le débat puisse être clos sans que leur parole ait été entendue. La totalité des fonds publics de la Turquie, de la Bulgarie, de la Serbie, de la Grèce et du Montenegro se trouvent entre les mains de porteurs étrangers, dont les gouvernemens ne peuvent se désintéresser du sort des créances que leurs nationaux possèdent sur les Trésors des pays en question.

Ce devoir des grandes puissances est d'autant plus certain que, vis-à-vis de trois au moins des cinq belligérans, elles sont déjà intervenues, d'une façon plus ou moins directe, dans le règlement de leurs emprunts extérieurs. Nous avons rappelé comment fut constituée l'Administration de la Dette ottomane : bien qu'en apparence elle n'ait dû son origine qu'à un iradé

du Sultan, il est notoire que c'est à la suite de démarches émanées des porteurs d'obligations et soutenues par leurs ambassadeurs, que fut rendu le décret de *Mouharrem*, qui constitue le Code de la Dette turque. Loin de s'affaiblir à l'usage, le rouage créé en 1881 n'a cessé de se fortifier, de s'étendre à de nouveaux objets. En Serbie, la situation n'est pas sans analogie. La création de la Caisse des Monopoles en 1895 fut l'œuvre d'un acte unilatéral du gouvernement, qui se borna à faire une place dans le conseil d'administration à deux représentans étrangers ; mais ici également l'institution a grandi, et, en affirmant sa vitalité, elle a rendu plus difficile toute atteinte que l'État pourrait être tenté de porter à ses droits. En Grèce, la position des créanciers est encore bien plus forte : l'organisation financière qui assure le service de la Dette résulte d'une convention passée entre le royaume hellénique et les puissances médiatrices qui, ayant obtenu pour lui des conditions de paix favorables, avaient en même temps stipulé les bases du règlement de ses dettes. La Grèce ne pourrait y contrevenir qu'en déchirant un pacte international. Un délégué français veille aux intérêts des porteurs de certains emprunts bulgares.

En l'état actuel des choses, il ne semble pas que les porteurs de fonds bulgares, serbes, grecs, monténégrins, aient de graves inquiétudes à concevoir. Certes, la rude campagne que les armées alliées viennent de mener contre l'ennemi commun a dû leur coûter cher ; non seulement des vies précieuses ont été sacrifiées par milliers, mais des munitions, des chevaux, des approvisionnemens de toute sorte sont à remplacer, et bien d'autres dépenses sont à envisager par la suite. Grandis par leurs victoires, ces peuples pleins d'énergie porteront sans doute maintenant leur activité vers les œuvres de paix et dresseront un programme de travaux publics de tout genre, qui exigera des centaines de millions. Ils emprunteront donc ; ils emprunteront au dehors ; ils s'adresseront de nouveau à leurs banquiers ordinaires, et ce n'est pas à la veille des opérations de crédit considérables qui sont imminentes, qu'aucun des hommes d'État avisés qui viennent de faire leurs preuves songera à porter atteinte aux droits des créanciers.

Le pays qui pourrait donner quelque appréhension sous ce rapport est la Turquie. Bien que la loyauté traditionnelle des Ottomans doive nous rassurer à cet égard, nous concevons que

l'amputation probable de certaines provinces, qui paraissent destinées à tomber dans le patrimoine des vainqueurs, puisse tout au moins poser le problème de la division de la Dette et de sa répartition proportionnelle selon la nouvelle distribution géographique que l'on prévoit aujourd'hui. Ce principe a été maintenu lorsque la Bulgarie s'annexa la Roumélie orientale : celle-ci fut obligée à continuer le versement du tribut qu'elle devait à la Porte. La même règle a été appliquée par le traité de paix de Lausanne : l'Italie s'est engagée à « verser annuellement à la Caisse de la Dette publique ottomane, pour le compte du gouvernement impérial, une somme correspondant à la somme moyenne qui, dans chacune des années précédant celle de la déclaration de la guerre, a été affectée au service de la Dette publique sur les recettes des deux provinces de la Tripolitaine et de la Cyrénaïque. » Le gouvernement italien a déclaré reconnaître dès à présent que l'annuité ne peut être inférieure à la somme de 2 millions de lire et être disposé à verser à l'administration de la Dette publique ottomane la somme correspondante, capitalisée au taux de 4 pour 100. Il est permis de penser que des dispositions analogues seront prises pour les provinces qui seraient enlevées à la Turquie et pour les revenus dont la Caisse de la Dette se trouverait ainsi privée.

On a d'ailleurs fait des calculs qui sont de nature à rassurer les porteurs de titres. On sait que la totalité des revenus qu'encaisse l'administration de la Dette ne leur appartient pas. Une fois le service de l'intérêt et de l'amortissement des emprunts assuré dans les conditions prévues, les trois quarts de l'excédent sont versés au Trésor. Or ces trois quarts représentent actuellement une somme supérieure au total des recettes que le Conseil de la Dette perçoit en Turquie d'Europe pour le service de l'ancien fonds unifié. Ces recettes proviennent des revenus concédés en 1881, dont le gouvernement s'est entièrement et formellement dessaisi. En envisageant l'hypothèse peu vraisemblable d'une disparition complète des revenus européens attribués à la Caisse, celle-ci pourrait donc faire encore face au service de la Dette unifiée, grâce à la marge qui existe.

La question ne se pose pas de la même façon pour les garanties données par le gouvernement turc à diverses obligations de chemins de fer, auxquelles il a affecté le produit des dîmes. Ces dîmes sont encore administrées et recueillies par

les fonctionnaires ou agens indirects de l'État, ou affermées par des négocians appelés dîmiers qui versent une somme fixe aux caisses de la Dette. Si la souveraineté de ces provinces passe en d'autres mains, il faudra que le nouveau suzerain intervienne pour autoriser la continuation de la perception des fonds affectés. Le problème de la propriété des voies ferrées se posera alors. Ce sera un des points à régler par le traité de paix et à propos duquel les intéressés auront à intervenir. Mais, quel que soit le système adopté, il ne semble pas, en l'état actuel du droit international, que les particuliers, porteurs d'obligations au service desquelles certains revenus ont été délégués, puissent se voir arracher cette garantie.

### VIII. — RÉPERCUSSION DE LA GUERRE SUR LES GRANDS MARCHÉS FINANCIERS

La situation financière d'un pays moderne trouve son expression dans le cours de ses fonds publics, qui mesure en quelque sorte son crédit. Les nations engagées dans la lutte ont placé la presque totalité de leurs titres en dehors de leurs frontières : les rentes turques, bulgares, grecques, serbes, monténégrines sont possédées par des capitalistes français, allemands, anglais et autres; elles se négocient à Paris, Londres, Berlin, Francfort, Vienne, Amsterdam, Bruxelles, Genève, et sur d'autres places encore. C'est là qu'il faut chercher les indications que donnent les mouvemens des cotes. Celles-ci ne sont pas influencées uniquement par la situation des Trésors débiteurs, mais aussi par celle des marchés sur lesquels elles donnent lieu à des transactions régulières. Ces marchés ressentent, dans leur ensemble, les effets d'une guerre qui éclate et dont ni l'étendue ni la durée ne peuvent être prévues au début des hostilités. Une panique se produit en général aux premiers coups de canon : les rentiers, pacifiques de leur nature, ne croient pas volontiers aux solutions sanglantes des conflits; et beaucoup d'entre eux, s'imaginant jusqu'au dernier moment que les choses « s'arrangeront, » se laissent surprendre par les événemens. Lorsque ceux-ci se produisent, les mêmes hommes qui avaient manifesté auparavant un optimisme injustifié, se laissent aller à un pessimisme qui souvent ne l'est pas moins : par des ventes précipitées, ils provoquent des chutes de cours violentes, dont le

retentissement contribue à semer l'inquiétude et à troubler la vie normale, même chez les peuples qui ont le moins de chances d'être entraînés dans la mêlée. C'est une analyse particulièrement intéressante en cette matière que celle de l'action réciproque des faits sur la Bourse et de la Bourse sur l'opinion publique. Tant de personnes possèdent aujourd'hui des valeurs mobilières, dans lesquelles les plus modestes épargnans font des placemens, que le nombre des habitans d'un pays qui suivent avec attention les fluctuations quotidiennes du marché représente une fraction notable de la population. Leurs émotions se répercutent dès lors dans la masse. Celle-ci est conduite à juger les événemens politiques d'après les cours, à les croire particulièrement graves quand la cote s'effondre, et à reprendre confiance dès qu'elle se relève. C'est un problème de psychologie des foules qui se rattache à celui de la détermination des prix en général, dont il est un des cas les plus curieux à analyser.

Les cours de la Bourse ne sont pas autre chose que l'enregistrement des prix d'une marchandise, dont l'offre et la demande obéissent à des courans d'une nature spéciale. Les valeurs mobilières, et en particulier les fonds d'État qui s'y échangent, n'appartiennent pas à la catégorie des objets qui répondent à des besoins primordiaux des hommes, et que ceux-ci réclament en tout temps, indépendamment des circonstances politiques, commme les denrées alimentaires, les combustibles ou les vêtemens. De ces derniers, l'humanité ne saurait se passer. L'étendue et la régularité des transactions auxquelles ils donnent lieu font que les prix n'en subissent généralement pas de fluctuations violentes, sauf circonstances exceptionnelles et locales. On comprend par exemple que, dans une ville assiégée, se produise une cherté anormale des vivres. Mais, en dehors de cas spéciaux, les cours des céréales, de la viande, et des autres objets d'alimentation dépendent des récoltes d'une part, des besoins des consommateurs de l'autre : de ces deux facteurs, le premier est de beaucoup le plus variable, et c'est donc lui, en dernière analyse, qui est déterminant. Mais en matière de valeurs mobilières, rien de semblable. Bien que, dans le monde moderne et chez certaines nations en particulier, des habitudes enracinées d'épargne et d'achat de fonds publics permettent de parler d'une consommation courante de titres, on ne saurait assimiler des capitalistes en quête de placemens à des

hommes affamés qui mourront d'inanition s'ils ne trouvent pas de quoi se nourrir. On ne peut pas dire que des rentes, des actions, des obligations soient des objets de luxe : néanmoins, ce ne sont pas des objets de première nécessité. En tout cas, ils font partie de ceux dont l'acquisition peut, en général, être différée sans graves inconvéniens.

Dès lors, il est aisé de comprendre que des événemens politiques de nature à semer l'inquiétude ralentissent, dans une proportion qui peut être forte, les demandes de valeurs. Ce ralentissement se fera surtout sentir sur les titres des pays engagés dans une guerre, et, en première ligne, sur leurs rentes. Le motif en est double. Les dépenses qu'exige une campagne peuvent être telles que les belligérans aient de la peine à se procurer les fonds nécessaires à l'achat des approvisionnemens, des munitions, des armes ; et que, si même ils réussissent à réunir les ressources suffisantes à ces acquisitions, ils n'aient pas de quoi payer les coupons de leurs emprunts. On s'explique l'abstention des acheteurs. Les motifs qui écartent provisoirement ceux-ci du marché peuvent pousser les détenteurs à se défaire de leurs titres, qu'ils offriront à la Bourse sans rencontrer beaucoup de demandes. La baisse devient inévitable ; elle peut être brutale et affecter des allures de panique.

Le danger à cet égard est d'autant plus grand que, de nos jours, le contre-coup des événemens politiques qui se produisent dans un pays ou même dans un continent se fait immédiatement sentir dans le reste du globe. Les nations civilisées sont unies entre elles par tant de liens économiques que rien de ce qui se passe chez l'une d'elles ne laisse les autres indifférentes. Non seulement le système étendu des alliances politiques qui se nouent maintenant même au delà des mers peut faire craindre que des nations, en apparence étrangères à l'objet direct du conflit, ne soient entraînées dans la lice. Mais il y a un tel enchevêtrement d'intérêts financiers, industriels et commerciaux que, sur le terrain économique, des secousses peuvent être ressenties même par des nations qui ne seront pas mêlées à la guerre. C'est l'effet du développement moderne des relations par delà les frontières. Aussi est-ce sans surprise que nous lisons chaque jour, dans les bulletins de la bourse de New-York, que la tendance du marché dépend des nouvelles des Balkans.

Tels sont les premiers effets d'une guerre qui éclate. Mais

les événemens se déroulent, la réflexion reprend ses droits : on s'aperçoit qu'une lutte locale n'amènera pas nécessairement une conflagration générale ; que, en dehors des contrées sur lesquelles le fléau s'est abattu, et parfois même dans une partie notable de leur propre territoire, la vie normale continue ; le travail agricole et industriel se poursuit, les capitaux d'épargne se forment ; les hommes avisés constatent que l'occasion est peut-être bonne d'effectuer des placemens, qui seront d'autant plus rémunérateurs que, le prix des titres ayant baissé, le taux de rendement s'est élevé dans la même proportion.

Voyons si ces lois, dégagées de l'histoire des dernières guerres auxquelles notre génération a assisté, se sont vérifiées une fois de plus. La mobilisation balkanique a surpris les marchés financiers à la fin du mois de septembre 1912 ; l'ouverture des hostilités a déterminé un recul violent des cours sur les grandes places européennes. Afin de préciser les idées, nous donnerons ci-dessous un tableau de certains fonds d'État et de quelques actions, aux dates des 15 septembre, 12 octobre et 20 novembre 1912, à la Bourse de Paris.

| | 15 septembre. | 12 octobre. | 20 novembre |
|---|---|---|---|
| FONDS D'ÉTAT | | | |
| 3 pour 100 français | 92,50 | 88 | 90 |
| 3 pour 100 russe de 1891 | 80 | 69 | 76 |
| 4 pour 100 russe consolidé | 94 | 86 | 92 |
| 4 pour 100 serbe | 89 | 66 | 82 |
| 4 pour 100 turc unifié | 91 | 78 | 84 |
| 5 pour 100 bulgare | 500 | 460 | 493 |
| 5 pour 100 hellénique 1884 | 60 | 30 | 60 |
| BANQUES | | | |
| Banque de Paris et des Pays-Bas | 1 747 | 1 581 | 1 730 |
| Banque impériale ottomane | 693 | 626 | 638 |
| Banque russo-asiatique | 862 | 740 | 800 |
| ACTIONS DE SOCIÉTÉS INDUSTRIELLES RUSSES | | | |
| Usines de Briansk | 573 | 400 | 483 |
| Charbonnages de Sosnovice | 1 658 | 1 210 | 1 460 |
| Naphte de Bakou | 2 250 | 1 775 | 2 000 |
| Naphte russe | 734 | 410 | 595 |
| Malzoff | 1 338 | 970 | 1 180 |

ACTIONS DIVERSES

| | 15 septembre. | 12 octobre. | 20 novembre. |
|---|---|---|---|
| Rio Tinto | 2 091 | 1 770 | 1 923 |
| Métropolitain | 652 | 592 | 650 |
| Chemins de fer du Nord de l'Espagne. | 488 | 445 | 460 |
| De Beers (diamans) | 570 | 461 | 533 |
| Électricité de Paris | 849 | 701 | 800 |

On voit que, vers le milieu du mois d'octobre, sur presque toute la ligne, un recul notable s'était produit. Parmi les fonds d'État, comme cela était naturel, ceux qui avaient le plus souffert sont ceux des pays directement engagés dans la lutte : la Serbie, sous ce rapport, a été le plus éprouvée ; mais peu de jours après celui qui avait marqué le point inférieur de la courbe, cette rente s'était déjà relevée notablement et avait regagné une grande partie du terrain perdu.

Le 20 novembre, quelques semaines à peine après l'ouverture des hostilités et la date à laquelle les cours les plus bas de la période avaient été enregistrés, on était revenu à un niveau voisin, dans bien des cas, de celui auquel se tenaient les cotes en septembre, alors que les bourses ne soupçonnaient pas l'orage qui se préparait. Il y avait à cela une triple raison : la première, c'est que la baisse s'était étendue à bien des valeurs dont le sort ne dépendait que d'une façon lointaine des événemens balkaniques ; la seconde, c'est que, même pour celles-là, il y avait lieu de chercher à se rendre compte des effets possibles de la guerre, et que, dans beaucoup de cas, ces effets n'avaient rien d'inquiétant ; la troisième, et principale, c'est que les craintes de voir l'incendie allumé au Sud-Est de l'Europe s'étendre au reste du continent, ont été écartées. Dès lors le calme est rentré dans les esprits ; les ventes des spéculateurs ou des rentiers effarés ont cessé ; d'autres, plus hardis, ont considéré l'occasion comme propice à des placemens fructueux : leurs demandes ont eu un effet d'autant plus marqué que les offres étaient moins abondantes.

Ces fluctuations intéressent les pays qui nous occupent dans la mesure où elles atteignent leurs fonds. C'est après la guerre, lorsqu'il s'agira de remettre les finances en ordre, qu'ils devront en effet emprunter pour combler les déficits creusés. Et ces emprunts se feront d'après l'étiage du crédit public qu'indiquera le cours des rentes. D'après l'expérience du passé, c'est au

moment de cette liquidation que les cotes sont le plus déprimées, parce que c'est alors que les besoins de l'État sont le plus considérables. En outre, les belligérans ne seront pas seuls à recourir au crédit. D'autres opérations d'emprunt sont en perspective, du côté de l'Autriche-Hongrie, de l'Espagne, de la Chine. La France, une fois de plus, devra suivre une politique financière avisée et mûrement étudier les conditions auxquelles elle souscrira aux émissions projetées. Pendant que les armées sont en campagne, on a recours aux expédiens : on place des Bons du Trésor à échéance plus ou moins rapprochée, les moins sages émettent des billets de banque à cours forcé. Une fois la paix conclue, il faut rembourser tout cela ; on est en face de budgets grossis, de besoins d'achat et de réfection de matériel ; les dépenses militaires s'accroissent presque toujours au lendemain de la lutte. Un exemple comme celui des Japonais qui, après le traité de Portsmouth, ont eu la sagesse de réduire les crédits militaires de 200 millions (budget de 1907-1908) à 188 millions de *yen* (budget de 1912-1913), est presque unique dans l'histoire moderne.

La marche des fonds publics des belligérans est en général la suivante. Lorsque les hostilités éclatent, la baisse est plus accentuée sur les rentes de l'adversaire que la Bourse juge le plus faible. En février 1904, les fonds japonais avaient subi d'abord une chute profonde, tandis que les rentes russes fléchissaient à peine. Le sort des batailles décide ensuite de celui des cours : c'est ainsi que les étapes victorieuses des armées bulgare, serbe et grecque ont été marquées par un relèvement des rentes de ces trois nations. Les fonds ottomans, surtout le 4 pour 100 unifié, administré par le Conseil de la Dette, ont été plus stables, parce que les porteurs estiment que, quoi qu'il arrive, les revenus donnés en gage continueront à être affectés à la sûreté de leur créance. Certaines émissions, considérées comme moins bien gagées, ont été plus atteintes. Lorsque l'heure du règlement final aura sonné, il est probable que des emprunts seront contractés à des cours inférieurs, sinon aux niveaux actuels, du moins aux cours les plus élevés cotés durant la guerre. C'est ainsi que la France, en 1871 et 1872, dut vendre des rentes 5 pour 100 à un prix que lui imposait une charge effective de 6 pour 100, et que la Russie, en 1906, émit un 5 pour 100 à 88, c'est-à-dire presque au même taux que

celui que son alliée avait dû subir vingt-cinq ans plus tôt.

La guerre balkanique, qui vient de faire faire un pas considérable à la solution de la question d'Orient, a montré une fois de plus que le facteur économique, dont il est de mode aujourd'hui d'exagérer l'importance, ne joue pas le rôle principal dans les luttes entre nations. Sans parler de la disproportion du territoire et de la population, qui semblait donner à la Turquie l'avantage sur ses adversaires, elle leur paraissait également supérieure au point de vue financier, puisque, au mois de septembre 1912, sa rente était cotée plus cher que celle d'aucun des belligérans. On aurait pu supposer que la Bulgarie éprouverait quelque peine à mobiliser son armée, à cause de l'échec de ses tentatives pour placer au dehors un emprunt de 180 millions. Les événemens se sont précipités; les premières victoires ont raffermi le crédit des envahisseurs, qui trouvent aujourd'hui, plus aisément qu'au début, des prêteurs disposés à entrer en négociation avec eux. On a déjà dit que le succès des armes assurait celui du commerce extérieur et que le pavillon du vainqueur ouvrait les mers à ses flottes marchandes. Il est aussi vrai que, sous l'influence des mêmes causes, l'état financier s'améliore. Certes, le compte de liquidation sera lourd : mais ni la Bulgarie, ni la Serbie, ni la Grèce n'éprouveront de difficultés sérieuses à emprunter les sommes dont elles auront besoin. Elles n'auront plus à se tenir prêtes, comme elles le faisaient depuis longtemps, à une lutte qu'elles sentaient inévitable; elles pourront travailler au développement de leur outillage économique, continuer les travaux publics déjà commencés, en entreprendre de nouveaux, se lancer hardiment dans les voies qui s'ouvrent à leur activité; leur sol est riche, les habitans travailleurs, les élémens d'une véritable prospérité sont réunis : tout fait supposer qu'ils seront mis en œuvre et qu'une fois de plus, au lendemain de la guerre, s'ouvrira une période féconde, dont profiteront et les peuples des Balkans et l'Europe elle-même, délivrée d'un cauchemar qui pesait sur elle depuis plusieurs générations.

RAPHAËL-GEORGES LÉVY.